

行业信用风险展望

稳定

高速公路行业信用风险报告

► 行业波动性

行业周期属性	强周期行业	
周期阶段	景气上行	

► 2016 年行业属性	数值	增速 (%)
公路货运周转量 (亿吨公里)	61,080	5.60
里程 (万公里)	12.45	6.40
累计建设投资 (万亿元)	6.95	9.62
年末债务余额 (万亿元)	4.56	10.08

► 行业盈利性	2017H1	2016
营业收入增速 (%)	36.53	33.59
财务费用/营业收入 (%)	19.53	20.60

► 行业负债与流动性	2017H1	2016
资产负债率 (%)	67.81	68.43
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	1.65
借新还旧率 (%)	119.61	110.48

◎ 行业

进入“十三五”以来，多数省市建设速度放缓，以中、东部地区最为明显，高速公路建设将以联络线的完善为主。西部地区路网密度低，未来公路建设投资需求较大；高速公路行业面临投资及还本付息双重压力，收支缺口持续扩大。

◎ 债市

高速公路行业发债规模同比增长，发行成本有所上升；2017 年以来行业发债仍以高速公路省级平台为主力，主体信用等级集中在 AAA；上调 5 家主体级别，无主体级别下调。

◎ 企业

2016 年高速行业通行费收入及单公里通行费同比上升，主要依赖于经营性高速公路，路产盈利能力及偿债能力呈现区域性差异，西部地区面临财务杠杆继续攀升的风险；企业财务费用居高不下制约企业盈利能力。

◎ 展望

预计 2017 年下半年高速行业建设速度继续保持明显的区域分化，随着交通运输部在政府收费公路领域试点发行收费公路专项债券，政府收费公路融资行为得到进一步规范，对高速行业的评级展望为稳定。

大公国际公用部 张玉琪
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传 真：010-84583355
Email : rating@dagongcredit.com

一、行业发展

“十二五”期间为高速公路网的快速建设期，进入“十三五”以来，我国中、东部地区路网建设速度放缓，西部地区路网密度低，未来公路建设投资需求较大

根据《国家公路网规划（2013~2030年）》，国家高速公路网的建设按照“实现有效连接、提升通道能力、强化区际联系、优化路网衔接”的思路，由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线，以及地区环线、并行线、联络线等组成，约11.8万公里，另规划远期展望线约1.8万公里。“十二五”期间，我国完成高速公路建设里程为5.0万公里，路网规模由2010年的7.4万公里增长至2015年的12.4万公里，复合增长率达到10.88%，成为历来最大的高速公路建设期。进入“十三五”以来，多数省市建设速度放缓，以中、东部地区最为明显，高速公路建设将以联络线的完善为主。

表1 截至2016年末我国东、中、西部高速公路覆盖情况（单位：公里、百平方公里、公里/百平方公里）¹

指标	东部	中部	西部
里程	41,728	42,736	48,103
区域面积	10,791	16,881	56,540
路网密度	3.87	2.53	0.85

数据来源：根据公开资料整理

截至2016年末，我国高速公路总通车里程为13.10万公里，同比增加0.74万公里，增速放缓，高速公路网中国家高速公路占比为75.73%。同期，我国高速公路总里程在全国公路体系中占比为2.79%，同比增加0.09个百分点，覆盖密度达到1.36公里/百平方公里。按区域来看，东、中、西部呈现高速公路网覆盖密度与里程倒挂的态势，路网密度分别为3.87公里/百平方公里、2.53公里/百平方公里、0.85公里/百平方公里，东部地区路网完善程度较高，西部地区高速公路网覆盖密度处于较低水平，未来建设空间及投资需求较大。

¹ 东部地区包含：广东、山东、浙江、江苏、福建、海南、河北、辽宁、北京、天津、上海；中部地区包含：安徽、江西、湖南、湖北、河南、山西、吉林、黑龙江；西部地区包含：甘肃、广西、云南、青海、四川、重庆、贵州、陕西、内蒙古、宁夏、新疆。

公路运输依然是我国最主要的运输方式,宏观经济增速放缓使公路运输需求增长动力不足

2016年以来,公路运输依然是我国最主要的运输方式,客运量和货运量分别占全国的81.41%和76.36%。公路运输在我国运输体系中占有绝对优势。但受经济下行影响,我国经济增速持续下降,根据《2016年交通运输行业发展统计公报》,截至2016年末,我国拥有公路营运汽车1,435.77万辆,比上年末减少2.5%。全年营业性客运车辆完成公路客运量154.28亿人、旅客周转量10,228.71亿人公里,比上年分别减少4.7%和4.8%。公路平均运距为66.30公里。全国营业性货运车辆完成货运量334.13亿吨、货物周转量61,080.10亿吨公里,分别同比增长6.1%和5.4%,平均运距182.80公里。2017年1~10月,全国营业性客运车辆完成公路客运量123.30亿人、旅客周转量8,309.04亿人公里,同比分别减少5.5%和4.8%。全国营业性货运车辆完成货运量299.55亿吨,货物周转量为54,145.25亿吨公里,分别同比增长10.7%和9.8%。宏观经济增速放缓使公路运输需求增长动力不足。

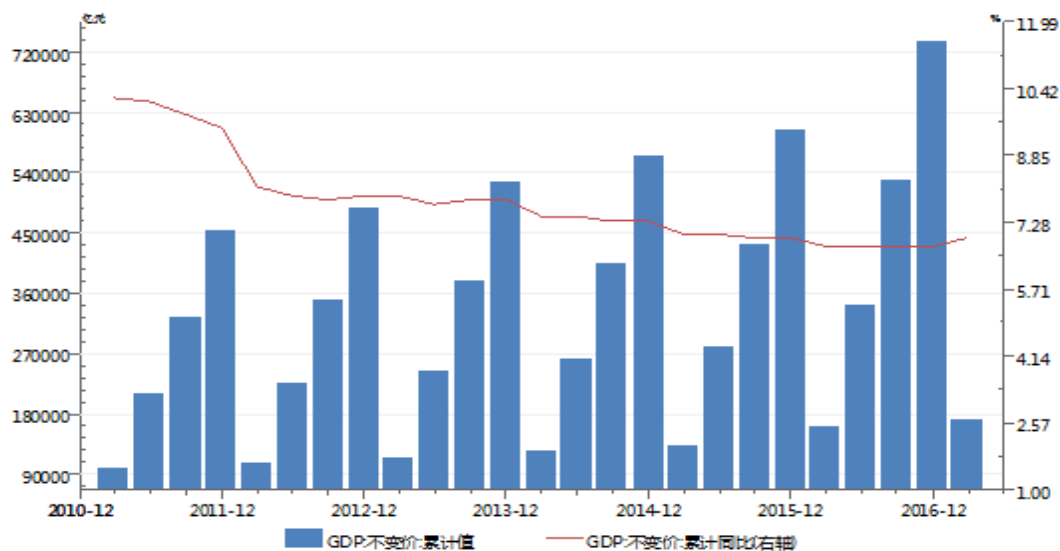


图1 2011年3月~2017年6月我国GDP累计值及增速情况(单位:亿元、%)

数据来源: Wind 资讯

高速公路建设投资规模大，且资金回笼周期长，收支缺口持续扩大；整体行业面临投资及还本付息双重压力

1984年12月，国务院第54次常务会议，首次正式决议并实施“贷款修路、收费还贷”的收费公路政策。高速公路行业为重资产行业，建设投资规模大，且资金回笼周期长，行业前期的高速建设使其债务规模持续扩大，同时，又面临新建高速公路车流量尚未完全释放的窘境，加之经济下行，使得整个行业面临投资及还本付息双重压力持续扩大的局面。中国交通运输部发布的《2016年全国收费公路统计公报》显示，截至2016年末，全国收费公路累计建设投资总额为7.59万亿元，其中高速公路累计建设投资总额为6.95万亿元，占全部累计投资的比重为91.57%，2016年，高速公路建设完成投资8,235.32亿元，增长3.6%，同比增加1.9个百分点；同期，全国收费公路债务余额为4.86亿元，其中高速公路建设形成债务余额为4.56亿元，占比达94.0%；2016年，全国收费公路通行费总收入为4,548.5亿元，其中高速公路通行费收入为4,181.3亿元，全国收费公路支出总额为8,691.7亿元，其中，偿还债务本金支出为4,750.5亿元，偿还债务利息支出为2,313.3亿元，两者合计占全部支出比重为81.27%，整个行业面临较大的还本付息压力；2016年全国收费公路通行费收入与各项支出缺口达到4,143.3亿元，同比增长30.0%，其中，高速公路通行费收支缺口为3,821.7亿元，同比增长879.3亿元，收支缺口持续扩大。

二、债市表现

2017年1~6月，高速公路行业发行债券规模同比有所增长，以一年内的短期债券为主；行业发行成本上升明显

2017年1~6月，有29家运营高速公路的企业发行债券，新发债券共计78只，同比上升23.81%，发行额度为967.50亿元，同比增长19.15%，发行年平均利率为4.48%，较2016年同期上升1.14个

百分点；发债期限仍以1年以内的短期债券为主，发行品种主要集中在短期融资券、中期票据和公司债，其中发行超短期融资券49支，较2016年同期增长75.00%，发行规模为297.50亿元，同比大幅增长101.31%。

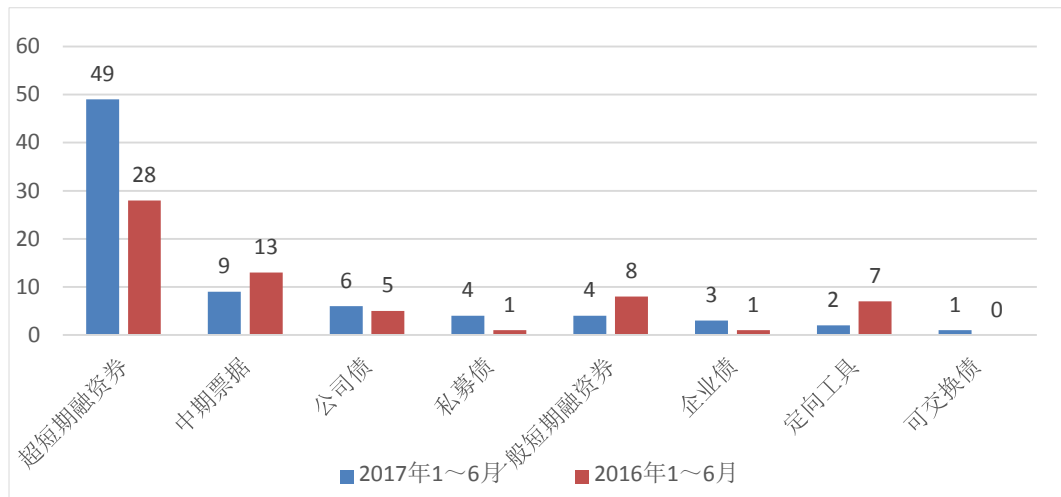


图2 2017年1~6月及2016年1~6月高速公路企业债券发行情况 (单位: 支)

数据来源: Wind 资讯

2017年上半年，省级平台仍为高速公路行业发债主力，主体信用等级集中在AAA；公开市场上调5家主体级别，无主体级别下调情况

截至2017年6月末，发债省级高速平台级别全部在AA+以上，集中于AAA企业。2017年1~6月，AAA企业发债支数和额度占整个行业比重分别为74.03%和81.69%，基本情况如下表所示。2017年上半年以来行业发行债券平均利率为4.48%，同比上升1.14个百分点。

表2 2017年1~6月省级高速平台不同主体级别发行债券情况 (单位: 支、亿元、%)

主体级别	2017年1~6月				2016年1~6月			
	发行只数	发行量	平均利率	发行量占比	发行只数	发行量	平均利率	发行量占比
AAA	57	774.00	4.28	81.69	43	611.00	3.24	75.25
AA+	11	119.50	4.95	12.61	14	160.00	3.63	19.70
AA	9	54.00	5.67	5.70	6	41.00	3.81	5.05
合计	77	947.50	4.48	100.00	63	812.00	3.34	100.00

数据来源: Wind 资讯

公开市场上高速行业内共有五家企业发生调级事项，其中大公上调3家，分别为河南交通投资集团有限公司(以下简称“河南交投”)、

云南省交通投资建设集团有限公司（原“云南省公路开发投资有限责任公司”，以下简称“云南交投”）、广东省路桥建设发展有限公司（以下简称“广东路桥”）；中诚信国际上调 2 家，分别为陕西省高速公路建设集团公司（以下简称“陕西高速”）和陕西省交通建设集团公司（以下简称“陕西交建”）。无级别下调事项，高速公路行业主体级别持续提高。目前，市场上共有 49 家发债企业高速平台，主体级别为 AAA 的有 28 家，级别为 AA+ 的有 16 家，级别为 AA 的有 3 家，级别为 AA- 的有 1 家。

表 3 2017 年 1~6 月级高速公路平台主体信用级别迁移或展望调整情况

企业名称	最新主体信用等级		历史主体信用等级	
	主体级别	评级时间	主体级别	评级机构
河南交投	AAA	2017.2.09	AA+	大公
云南交投	AAA	2017.6.21	AA+	大公
广东路桥	AAA	2017.6.23	AA+	大公
陕西高速	AAA	2017.6.23	AA+	中诚信国际
陕西交建	AAA	2017.6.23	AA+	中诚信国际

数据来源：Wind 资讯

三、行业热点关注

《收费公路管理条例（修订征求意见稿）》的正式颁布时间和政策落实具有一定不确定性，大公将持续关注该事项紧进展；《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》的执行有助于科学规范地方政府用于政府收费还贷公路债务资金的筹措和使用行为

2015年7月，交通运输部公布《收费公路管理条例（修订征求意见稿）》（以下简称“修订稿”）。修订稿基于“用路者付费，差异化负担”的理念，相较2004年出台的《收费公路管理条例》（以下简称“现行条例”）主要在调整政府收费公路和特许经营公路内涵、收费公路举债主体、收费期限、长期收费模式及规范收费公路转让等方面作出相关规定。如上述修改内容获得通过，将有利于高速公路经营企业盈利水平的提高以及企业的持续经营。截至目前，《收费公路管理条例》修订版仍未出台，修订稿的正式颁布时间和政策落实具有一定的不确

定性，大公将持续关注该事项进展。

2017年7月12日，财政部、交通运输部印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（以下简称“办法”），在政府收费公路领域试点发行收费公路专项债券，该办法是为完善地方政府专项债券管理，规范政府收费公路融资行为，建立收费公路专项债券与项目资产、收益对应的制度，促进政府收费公路事业持续健康发展而出台，办法对政府收费公路概念、资金使用范围、偿债资金来源等均做了相关规定，收费公路专项债券纳入地方政府专项债务管理。办法的执行有助于科学规范地方政府用于政府收费还贷公路债务资金的筹措和使用行为。截至2017年9月末，我国已发行公路专项债券15只，发行金额达到274亿元，其中山西省、浙江省、海南省、广东省、河北省和宁波市分别发行30亿元、130亿元、20亿元、63亿元、21亿元和10亿元，浙江省发行期数和发行规模最大。

四、行业内企业运营分析

2016年高速公路行业通行费收入同比上升，主要依赖于经营性高速公路；反映路产盈利能力的单公里通行费收入指标同比小幅提升

“十二五”期间，以中、东部地区为主的大部分省市加快高速公路建设进度，使得全国高速公路里程大幅增长，截至2016年末，我国收费高速公路通车里程为12.45万公里，其中政府还贷高速公路和经营性高速公路占比分别为51.97%和48.03%。但整体行业通行费收入结构中，经营性高速公路为通行费的主要力量，2016年收费高速公路实现通行费收入为4,181亿元，其中经营性高速公路收费占比为60.72%。

表4 还贷性与经营性高速路段盈利情况（单位：亿元、%、万元/公里）

性质	2016		2015		2016	2015
	通行费收入	占比	通行费收入	占比	单公里通行费	单公里通行费
还贷性	1,642	39.27	1,578	42.37	253	240
经营性	2,539	60.73	2,146	57.63	425	419
全国	4,181	100.00	3,725	100.00	336	318

数据来源：《2016年全国收费公路统计公报》，大公整理

从单公里通行费收入来看，2016年全国收费高速公路单公里通行

费收入为336万元/公里，同比增长5.66%，政府还贷性高速公路和经营性高速公路路产盈利能力均呈现不同程度的小幅提升，经营性高速公路盈利能力强于收费还贷性高速公路。

截至2017年6月末，高速公路企业资产变现能力较差的特性依然存在；负债规模较大，以有息债务为主，未来面临一定的偿债压力；东、中部地区财务杠杆逐年小幅下降，西部地区未来存在继续攀升风险²

随着路产建设规模的不断扩大，高速公路企业的资产规模不断扩张，截至2017年6月末，高速行业资产规模为60,944亿元，其中以运营及在建的高速公路为主³的非流动资产占比达80%以上，企业资产变现能力较差的特性依然存在；未来随着路网建设的逐步推进，以及企业经营业务的多元化拓展，企业变现能力有望逐步增强，目前已呈现区域性差异。

表 5 截至 2017 年 6 月末高速公路行业区域财务指标对比情况（单位：亿元、%）

项目	东部		中部		西部	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产总计	20,023	100.00	19,361	100.00	21,560	100.00
非流动负债	16,543	82.62	16,151	88.31	19,585	90.84
固定资产	6,305	31.49	11,916	61.55	12,191	56.54
在建工程	3,273	16.34	2,757	14.24	5,417	25.13
无形资产	3,059	15.28	1,800	9.84	388	1.80
负债总计	14,172	100.00	12,379	100.00	14,908	100.00
总有息债务	9,836	69.41	10,375	83.81	12,787	85.77
短期有息债务	1,082	7.64	1,235	9.98	1,273	8.54
长期有息债务	8,754	61.77	9,140	73.84	11,514	77.23
资产负债率	70.78		63.93		69.16	

数据来源：Wind 资讯，大公整理

截至 2017 年 6 月末，高速公路行业负债保持较大规模，以长期借款等有息债务为主，各省高速平台企业均通过大规模的举债及银行贷款等方式筹集项目资金以及偿还债务，因此有息债务规模维持在较

² 该部分指标口径为全国范围内在资本市场发行债券的省级高速平台，不包括辽宁、上海、新疆、西藏、宁夏、台湾、香港、澳门。

³ 各企业路产入账包括两种形式：一种是记固定资产，另外一种是以特许经营权的形式记无形资产。

高水平，未来均面临着一定的还本压力。

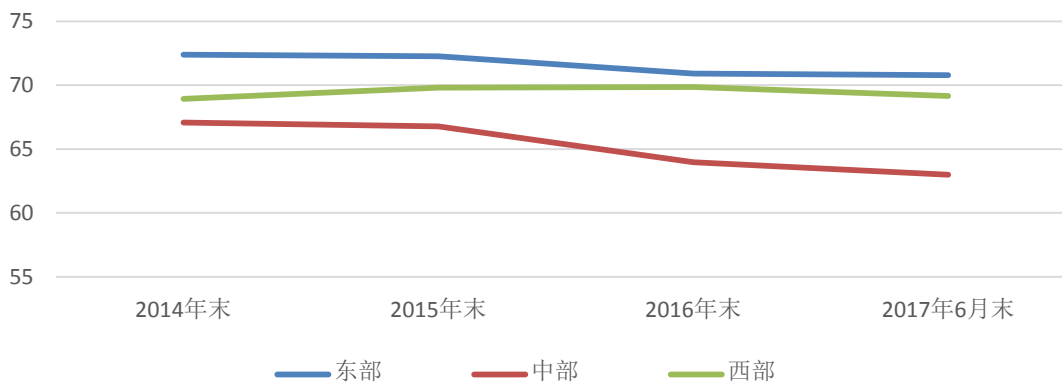


图3 2014~2016年末及2017年6月东、中、西部区域资产负债率情况（单位：%）

数据来源：Wind 资讯

东、中部地区路网建设逐步进入成熟期，财务杠杆逐年小幅下降，西部地区路网建设滞后，未来存在继续攀升风险。整体来看，行业内资产负债率仍然处于较高水平，以高速路段建设最快的东部地区最为明显，随着对新路段继续投资建设及部分老路段开始改扩建，预计短期内行业资产负债率水平难以明显改善。

高速公路建设投资产生较大规模的财务费用制约企业盈利能力；受东、中、西部地区路网建设所处阶段不同，以利息支出为主的财务费用占比情况呈现区域性差异

高速企业较大规模的财务费用居高不下制约高速企业行业盈利能力。高速公路行业一直保持大规模的投资，省属平台企业主要通过银行贷款等间接融资方式进行融资建设，故而产生较大规模的财务费用，一定程度上对行业利润形成侵蚀。2016年高速公路行业实现营业收入为5,542亿元，同比增长33.57%，同期财务费用规模为1,159亿元，在营业收入中占比为20.88%，同比下降4.93个百分点。

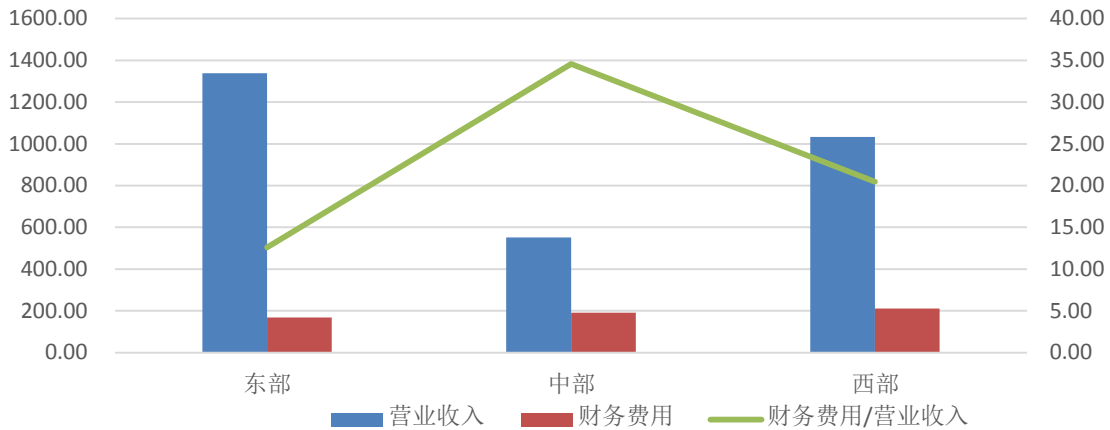


图4 2016年及2017年1~3月东、中、西部地区营业收入及财务费用情况（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯

2017年1~6月，东、中、西部地区分别实现营业收入1,338亿元、551.23亿元和1,032.55亿元，其中财务费用/营业收入分别为12.60%、34.56%和20.47%。浙江、江苏、北京等东部地区高速路产收益质量占绝对优势，路网覆盖密度高，高速公路成网效应强，该区域高速公路建设较早进入成熟期，企业通过拓展多元化业务分散经营风险，通过运营高速公路产生的通行费收入在总营业收入中的占比逐步下降，未来该区域路产盈利优势将继续存在。湖南、河南、江西等中部省份地区历经“十二五”期间的高速公路大规模建设阶段，高速公路集中通车，融资利息不再资本化，使得各企业财务费用规模较大，对企业盈利能力形成较大程度的制约，在东、中、西三个区域内财务费用/营业收入指标最高，未来随着路网建设成熟，企业业务经营模式逐步转型，盈利能力有望提升。西部地区目前高速公路网覆盖密度低，高速公路建设滞后，未来建设空间大，高速公路建设资金需求的扩大或将使得财务费用继续上升，一段时期内企业盈利能力将持续处于较低水平。

高速公路行业较大规模的投资及还本付息支出主要依赖于银行借款和发行债券等融资方式，但缺口仍然较大，行业借新还旧率保持较高水平

高速公路行业内通车较早的路段已进入还本付息期，使行业面临

投资与偿债的双重压力。2016年，东、中、西部地区第一偿债来源经营性净现金流及通过筹资活动产生的现金流入分别为4,916亿元、3,413亿元和4,108亿元；用于投资和偿还债务及分配股利、利润及利息产生的现金支出分别为7,398亿元、3,909亿元和4,067亿元，投资支出及债务偿还规模很大；2017年1~6月，东、中、西部地区第一偿债来源经营性净现金流及通过筹资活动产生的现金流入分别为2,569亿元、1,678亿元和1,982亿元；用于投资和偿还债务及分配股利、利润及利息产生的现金支出分别为3,369亿元、1,577亿元和1,982亿元；东部地区缺口较大，难以覆盖大规模的投资及还本付息支出。2016年经营性净现金流利息保障倍数分别为2.73倍、1.33倍和1.10倍，中、西部地区路产质量处于相对劣势，且业务结构相对单一，经营性净现金流对利息支出的保障程度较低，未来随着“十三五”持续投资，预计西部地区付息缺口将进一步放大。从借新还旧率角度来看，2016年行业借新还旧率达到110.48%⁴，保持在很高水平。

表6 2016年及2017年1~6月高速公路行业各区域现金流情况（单位：亿元、倍）

项目	2017年6月（末）			2016年（末）		
	东部	中部	西部	东部	中部	西部
经营性净现金流	354	297	222	907	534	472
筹资性活动现金流入	2,215	1,381	1,760	4,009	2,879	3,636
投资性活动现金流出	1,613	482	919	4,208	1,337	1,849
偿还债务支付现金	1,500	834	735	2,663	2,045	1,595
分配股利、利润及利息支出	256	261	328	527	527	623
经营性净现金流利息保障倍数	-	-	-	2.73	1.33	1.10
借新还旧率	86.16	130.92	174.72	89.94	94.79	165.55

数据来源：Wind 资讯，大公整理

五、总结

综合来看，历经“十二五”期间的快速建设，我国高速公路路网结构已接近完善，进入“十三五”以来，多数省市建设速度放缓，以

⁴ 借新还旧率=借款所收到的现金/偿还债务所支付的现金

中、东部地区最为明显，高速公路建设将以联络线的完善为主，未来路网密度较低的西部地区，公路建设投资需求较大，路网建设呈现较为明显的区域性特征。

高速公路行业面临投资及还本付息双重压力，收支缺口持续扩大，居高不下的有息债务以及较大的偿债压力使得高速企业将继续通过发行债券等方式融资以偿还到期债务，西部地区未来存在财务杠杆继续攀升的风险；较大规模的财务费用制约行业盈利能力；行业借新还旧率保持较高水平；随着交通运输部在政府收费公路领域试点发行收费公路专项债券，政府收费公路融资行为进一步得到规范，因此对高速公路行业展望为稳定。